

点评报告

1季度货币政策走势判断

2011年1月7日

2011年中国人民银行工作会议点评

主要预测

%	10E	11E
GDP	9.8	9.5
CPI	2.9	3.8
PPI	5.5	5.9
社会消费品零售	18.0	18.0
工业增加值	16.0	15.1
出口	30.0	12.3
进口	35.4	16.5
固定资产投资	22.8	20.0
M2	17.5	16.5
人民币贷款余额	18.8	14.7
1年期存款利率	2.50	3.2
1年期贷款利率	5.56	6.31
人民币汇率	6.62	6.30

最新数据 (11月)

工业	13.3
城镇投资	24.9
零售额	18.7
CPI	5.1
PPI	6.1

资料来源: CEIC, 招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090210040004

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090210060002

研究助理:

孙彬彬

86-755-82943231
sunbb@cmschina.com.cn

事件:

2011年中国人民银行工作会议于1月5日至6日在京召开。会议认真学习传达了党的十七届五中全会、中央经济工作会议和国务院领导同志重要指示精神, 全面总结了2010年人民银行主要工作, 深入分析了当前国内外经济金融形势, 研究部署了2011年工作任务。

评论:

1、我们认为结合之前央行相关领导的讲话和相关会议资料, 2011年货币信贷的具体目标应该是明确的。央行将从更广义的货币角度, 综合考虑社会整体的资金需求, 进行相应的信贷调控, 而调控目标将更注重结构。即在社会融资规模一定的情况下, 引导和调节直接融资和间接融资的比重, 同时依托资本市场, 考察具体金融机构的资金状况, 最终目标是把好流动性这个总闸门。

2、我们认为差别准备金动态调整, 一方面是央行引导货币信贷合理增长的一项有效工具; 另一方面, 也是当前宏观审慎管理的主要工具和手段。差别准备金动态调整将按月执行。具体实施则将采取渐进的方式, 即给予一定时间的容忍度, 大约三个季度, 第一季度执行要求最为宽松, 随后容忍度逐季递减, 四季度应该会完全执行。商业银行要避免被执行差别准备金, 可以采取的手段有以下三个方面: 减少贷款投放、提高资本充足水平和提高稳健程度。

3、货币供应总量要降至以往稳健货币政策阶段的一般水平, 大约 16.7%, 对应明年新增贷款规模大约 7 万亿左右。

4、我们认为, 相关工具的运用将综合考虑经济金融、物价、资产价格和外汇流动情况。具体来说, 1 季度利率工具运用的概率较低, 最早可能要到 3 月份才会考虑是否再次加息。存款准备金率则主要考虑外汇占款的变动情况, 由于 1 季度外汇流入压力较小, 因此近期再次调整的概率也较低。公开市场操作则需要考虑经济和货币市场情况, 进行相继相机运用。

1、对控制物价过快上涨的货币条件的解读

央行 2011 年度工作会议报告没有提出货币信贷目标，这让市场有些许疑虑。我们认为结合之前央行相关领导的讲话和相关会议资料，2011 年货币信贷的具体目标应该是明确的。

首先，货币供应总量要降至以往稳健货币政策阶段的一般水平，大约 16.7%。

之前央行在相关政策文件中的表述是要引导货币工资增速回归常态，一个标准是央行在《三季度中国宏观经济形势分析》报告中提到的 2004 年-2008 年的平均增速，大约为 16.5%。而稳健的货币政策始于 2001 年，2001 年-2007 年均为实现稳健货币政策的年份，其平均增速水平为：16.7%。

其次，货币信贷向常态回归，实现合理适度增长。

从胡晓炼的会议报告中可以看到，货币信贷调控将建立在社会融资总量的基础上，同时银行信贷增长要与实现社会经济发展主要目标相吻合，特别要考虑经济增长目标和通胀控制目标，从反危机特殊时期的非常态应对，转向合理适度的增长。结合货币供给增速降至以往稳健货币政策阶段的一般水平，2001 年-2007 年贷款增速对应的历史平均水平为 15.3%，对应明年新增贷款规模大约 7 万亿左右。

最后，保持合理的社会融资规模。

央行提出在引导货币信贷总量合理增长的同时，要保持合理的社会融资规模。对于这一表述，我们认为央行将从更广义的货币角度，综合考虑社会整体的资金需求，进行相应的信贷调控，而调控目标将更注重结构。即在社会融资规模一定的情况下，引导和调节直接融资和间接融资的比重，同时依托资本市场，考察具体金融机构的资金状况，最终目标是把好流动性这个总闸门。

表 1：2010 年前三季度社会融资总量情况

	融资量(亿元人民币)		比重 (%)	
	2010年 前三季度	2009年 前三季度	2010年 前三季度	2009年 前三季度
国内非金融机构部门融资总量	85865	111930	100.0	100.0
贷款 ^①	65444	93458	76.2	83.5
股票 ^②	4142	2513	4.8	2.2
国债 ^③	7288	7218	8.5	6.4
企业债券 ^④	8991	8741	10.5	7.8

资料来源：中国人民银行，招商证券

2、运用差别准备金动态调整，配合利率、存款准备金率、公开市场业务等常规性货币政策工具，把好流动性这个总闸门

按照之前中央经济工作会议的精神，此次会议再次强调了明年工作重点是认真实施稳健的货币政策。稳健货币政策的重心是把好流动性这个总闸门。而把好流动的总闸门关键在于货币供应总量增速和货币信贷向常态回归。为此，央行将突出货币政策工具的综合

运用。

首先，差别准备金率动态调整。

此前央行在相关报告中指出：“差别准备金动态调整要在原差别准备金基础上进一步完善和规范，其调整基于社会融资总量、银行信贷投放与社会经济主要发展目标的偏离程度及具体金融机构对整个偏离的影响，考虑金融机构的系统重要性和各机构的稳健状况及执行国家信贷政策情况等，以更有针对性地回收过多流动性，引导金融机构信贷合理、适度、平稳投放，优化信贷结构，体现宏观调控的要求。”

从目前我们了解的情况来看，差别准备金动态调整将按月执行。具体实施则将采取渐进的方式，即给予一定时间的容忍度，大约三个季度，第一季度执行要求最为宽松，随后容忍度逐季递减，四季度应该会完全执行。商业银行要避免被执行差别准备金，可以采取的手段有以下三个方面：减少贷款投放、提高资本充足水平和提高稳健程度。

我们认为差别准备金动态调整，一方面是央行引导货币信贷合理增长的一项有效工具；另一方面，也是当前宏观审慎管理的主要工具和手段。

其次，综合运用利率、存款准备金率和公开市场操作等价格和数量工具。

我们认为，相关工具的运用将综合考虑经济金融、物价、资产价格和外汇流动情况。具体来说，1 季度利率工具运用的概率较低，最早可能要到 3 月份才会考虑是否再次加息。存款准备金率则主要考虑外汇占款的变动情况，由于 1 季度外汇流入压力较小，因此近期再次调整的概率也较低。公开市场操作则需要考虑经济和货币市场情况，进行相继相机运用。

参考报告:

1. 《2010 年 12 月份 PMI 数据点评-经济总体向好趋势没有改变》2011/1/3
2. 《瑞雪兆丰年-各部委落实中央经济工作会议动向和明年工作重点》2011/1/3
3. 《2010 年 12 月 25 日央行上调人民币存贷款基准利率点评-我们对未来通胀走势可控有更大信心》2010/12/26
4. 《宏观经济 2011 年度投资策略-御风而行》2010/12/6
5. 《2010 年 11 月份 PMI 数据点评-经济继续稳定向好》2010/12/3
6. 《近期国务院和央行宏观政策点评-市场期待另一只靴子》2010/11/21
7. 《2010 年 10 月宏观数据点评-政策重心将落在应对通胀压力》2010/11/12
8. 《国民收入倍增与通胀相关关系研究-日本经济研究专题之一》2010/11/11
9. 《2010 年 10 月份进出口数据点评-季节性因素导致进出口环比增速下滑》2010/11/11
10. 《2010 年 10 月份 PMI 数据点评-PMI 显示经济走势向好》2010/11/2
11. 《美联储第二轮量化宽松最新动向点评: 看得见的手_看不见的潘多拉魔盒》2010/10/29
12. 《欧洲近期货币政策动向点评: 以静制动还是后发制人》2010/10/26
13. 《2010 年 10 月 19 日央行上调人民币存贷款基准利率点评-兼顾多重目标与加强流动管理》2010/10/20
14. 《通胀的全球视角: “脱钩”难以持久 通胀仍是中长期主要风险》2010/10/19
15. 《美联储九月议息会议声明点评: 第二轮量化宽松如箭在弦》2010/10/18
16. 《2010 年 9 月份金融货币数据点评-货币信贷维持总量控制不放松》2010/10/14
17. 《2010 年 9 月份进出口数据点评-顺差收窄源于内需相对稳定》2010/10/14
18. 《宏观经济 2010 年第四季度投资策略-全球政策分歧加剧_货币宽松上演变奏曲》2010/10/13
19. 《中国人民银行货币政策委员会 2010 年第三季度例会点评-强调人民币汇率双向浮动和增强汇率弹性》2010/10/11
20. 《2010 年 9 月份 PMI 数据点评-经济主体去库存小周期或已接近尾声》2010/10/8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券（香港）研究部高级分析师，负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券（香港）研究部分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。